



I ARTÍCULOS

EL BANCO DE LA REPÚBLICA Y EL RÉGIMEN DE META DE INFLACIÓN

En este artículo expondré los principios del régimen de inflación objetivo, su funcionamiento en una economía cerrada, cómo cambia éste cuando se considera una economía abierta y cuál es el balance que se puede extraer del caso colombiano.

Por: Salomón Kalmanovitz¹

El Banco de la República ha adoptado gradualmente el sistema de objetivo de inflación para guiar sus políticas monetaria y cambiaria. Entre 1992 y 1996 la política monetaria tuvo como meta final cierto nivel de inflación, y como meta intermedia, el agregado M1 (efectivo más cuentas corrientes), que debía reducirse gradualmente para actuar acordeamente sobre el nivel de precios. En 1996 comenzaron a adoptarse medidas para que la tasa de interés del mercado interbancario fuera crecientemente influida por las tasas de referencia del Banco de la República, lo que fue ganando terreno como meta operativa de la política monetaria, aunque se introdujo el agregado base monetaria (efectivo más encaje) como meta intermedia, al apreciarse una

desalineación del agregado M1, utilizado anteriormente como predictor de precios.

Las desventajas de utilizar los agregados como guías de política son dos: i) no hay una relación estable entre los agregados monetarios y el nivel de precios o ésta se pierde con cambios técnicos, tributarios y legales, de tal modo que la autoridad monetaria queda en la incertidumbre cuando ello sucede²; ii) pequeños cambios en los agregados pueden generar amplia volatilidad en las tasas de interés y, por lo tanto, también afectar la estabilidad del producto. Los agregados tienen la ventaja de ofrecer una trayectoria que puede ser seguida por la autoridad monetaria y que le permite desa-

¹ Este texto no refleja posiciones de la Junta Directiva del Banco de la República. Agradezco la colaboración de Alexandra Espinosa y de Juan Manuel Julio.

² Éste fue el caso con el M1 cuyo componente de cuentas corrientes perdió dinamismo frente al efectivo provisto por cajeros automáticos o por tarjetas débito desde cuentas que tenían rendimientos positivos como las de ahorro.

rollar una estrategia de desinflación bastante cierta. Como se verá, el régimen de inflación objetivo del Banco de la República involucra la vigilancia de un agregado monetario.

Las limitaciones de los agregados monetarios son superadas por el régimen de meta de inflación que se fija un derrotero que va cambiando por medio de ajustes graduales de las tasas de interés, en la medida en que los pronósticos de inflación se acercan o se alejan de la meta, al tiempo que la economía se distancia más o menos de su punto de operación de pleno empleo que puede resultar inflacionario.

En este artículo expondré los principios del régimen de inflación objetivo, su funcionamiento en una economía cerrada, cómo cambia éste cuando se considera una economía abierta y cuál es el balance que se puede extraer del caso colombiano.

I. LOS PRINCIPIOS DEL RÉGIMEN DE INFLACIÓN OBJETIVO

La herramienta operacional del sistema de inflación objetivo es la fijación de las tasas de interés con que el banco central presta o recibe prestados fondos faltantes o sobrantes que tiene el sistema financiero. Al ser un agente tan importante en el mercado interbancario, el banco central influye decisivamente sobre las tasas de interés de este mercado mayorista de dinero que después se transmiten a las tasas de captación

de los bancos con el público. El mecanismo de transmisión es el de arbitraje entre mercados monetarios: al abarataarse (encarecerse) los fondos interbancarios -que son préstamos a un día, renovables- el agente aumentará su provisión de estos fondos y disminuirá (aumentará) la captación del público. Al hacerse públicas las acciones del banco central sobre sus tasas de referencia, el sistema financiero debe replicar esos movimientos con sus clientes preferidos, pues éstos se pueden cambiar de banco con facilidad.

Los otros tipos de crédito que otorga el sistema financiero a las empresas y comercios medianos o pequeños y a los consumidores serán también influidos por las tasas de referencia del banco central, en la medida que el costo de captar los recursos varía acordemente, pero pesarán allí mucho más los elementos de riesgo crediticio y costo administrativo de los créditos. Por último, las tasas de interés de largo plazo, correspondientes a bonos del gobierno y de las empresas y bonos hipotecarios, escapan más aún las tasas de referencia del banco central porque dependen, en lo fundamental, de las expectativas de inflación y del crecimiento económico de largo plazo.

La descripción del régimen de inflación objetivo la ofrece Bernanke et al. en los siguientes términos:

La política de fijar metas de inflación es un marco de toma de decisiones para

una política monetaria caracterizada por el anuncio público de metas cuantitativas oficiales (o metas rango) para la tasa de inflación sobre uno o más horizontes de tiempo. Se deja conocer explícitamente que una inflación baja y estable es la meta fundamental y de largo plazo de la política monetaria. Se hacen ingentes esfuerzos para comunicarle al público los planes y objetivos de las autoridades monetarias y, en muchos casos, los mecanismos que refuerzan la responsabilidad del banco central por obtener sus objetivos". (Bernanke et al., 1999, p. 4).

Para Rudebusch y Svensson, la política de meta de inflación se basa en "una estructura de decisiones de política que implica la comparación de pronósticos de inflación con la meta anunciada, proveyendo un régimen de meta de inflación pronosticada para la política, donde el pronóstico sirve de meta intermedia", p. 203.

La política monetaria se ejecuta mediante el movimiento gradual y con intervalos pequeños de las tasas de interés, lo que cuenta con la ventaja de que son absorbidas por la economía con escasa volatilidad y sin producir choques contraproducentes a la estabilidad del producto. Pero el movimiento de las tasas de interés debe ser parte de una estrategia general y reflejo de la postura de política monetaria que asume el banco central, lo cual requiere un análisis completo de las re-

laciones macroeconómicas -ahorro e inversión, cuenta corriente de la balanza de pagos, cuentas fiscales- de los agregados monetarios y de crédito.

El sistema de meta de inflación según Mishkin y Savastano, requiere de cinco condiciones:

- El anuncio público de inflaciones-objetivo en términos numéricos y de mediano plazo, o sea, que se le trace una trayectoria a la inflación durante dos o más años.
- Compromiso institucional a la estabilidad de precios como la principal meta que subordina a las demás.
- Una estrategia inclusiva de muchas variables -no sólo los agregados monetarios o la tasa de cambio- que son ponderadas para decidir la postura de los instrumentos de política.
- Una estrategia monetaria transparente que le presta un papel central a la comunicación con el público y con los mercados de los planes, objetivos y justificación de las decisiones del banco central.
- La existencia de mecanismos que hacen al banco central responsable de la obtención de sus objetivos de inflación.

La inflación objetivo permite enfocar consideraciones nacionales y responder a choques de origen local o foráneo. No requiere la es-

Una meta de inflación sirve como un ancla nominal para la política monetaria. Enfoca las expectativas de los mercados financieros y el público en general y sirve también como punto de referencia para contrastar la conveniencia de las políticas de corto plazo.

tabilidad de la relación entre precios y agregados monetarios que, como se ha visto, ha sido el gran problema de las metas intermedias de agregados monetarios, pues no depende de esta relación. La política de meta de inflación es además fácil de entender y muy visible, o sea, tiene transparencia. Esto quiere decir que va a existir una presión política para que el banco central cumpla sus compromisos y, por lo tanto, reduce la discrecionalidad de sus funcionarios. Agregados como M3 (todos los pasivos del sistema financiero), el portafolio total, el crédito y el valor de los activos deben tenerse muy en cuenta. El Bundesbank antes y el Banco Central Europeo ahora tienen metas de inflación implícitas junto con líneas de referencia para el M3.

El M3 contiene los pasivos del sistema financiero con el público y es una medida de la disponibilidad de ahorro financiero, lo que es un determinante importante de la tasa de interés, mientras que el crédito y su crecimiento son indicadores de la demanda agregada que tiene efecto sobre el precio de los activos, incluyendo acciones y finca raíz. El banco central puede contribuir a aumentar los pasivos del sistema financiero con él mismo, en la medida en que le incrementa el crédito neto de corto plazo, o también redestina el portafolio financiero del sistema si le cambia pasivos con el gobierno por efectivo que puede entonces prestar al público.

Para Milton Friedman el régimen de inflación objetivo le parece demasiado discrecional. Para él, la independencia del banco central era verdadera cuando se seguía una regla

conocida, bajo la cual se podían juzgar sus resultados. “El rol que debe jugar la autoridad monetaria es proveer una atmósfera monetaria estable para neutralizar o por lo menos no reforzar las olas siempre cambiantes de opinión y eventos. Ésta es la justificación para su supuesta “independencia”. Pero la vaguedad de sus responsabilidades y el ancho espectro de su discreción los ha dejado con no otro medio distinto que su “sabiduría” y perspectiva personal para poder enfrentar las presiones inmediatas; les ha negado de esta manera la fortaleza que surge de responsabilidades claramente asignadas y por reglas definidas” (Friedman, p. 85).

Se podría argumentar que la inflación objetivo es un régimen discrecional, pero también sometido a una regla conocida, lo cual reduce la posibilidad de caer en la trampa de la inconsistencia temporal. Ésta se genera cuando las presiones políticas obligan a la autoridad monetaria a practicar políticas monetarias expansivas, en condiciones inadecuadas. Bernanke caracteriza el régimen como uno de “discreción restringida”: La política de metas de inflación impone una estructura conceptual y su disciplina inherente al banco central pero sin eliminar toda la flexibilidad, combinando de esta manera las ventajas tradicionalmente asociadas al seguimiento de reglas con las ventajas de la discreción. Una meta de inflación sirve como un *ancla nominal* para la política monetaria. Enfoca las expectativas de los mercados financieros y el público en general y sirve también como punto de referencia para contrastar la conveniencia de las políticas de corto plazo. Para explicar al público lo que está haciendo el banco central frente a su meta, debe “publicar regular y

periódicamente un informe de inflación explicando y justificando su política frente al público" (Svensson, 156).

Friedman prueba que la política monetaria funciona con largos rezagos y entonces los efectos de cada acción se producirán después de deseados, lo cual exige trabajar con reglas y no con discreción. Atendiendo esta importante razón, se establece que las metas deben ser plurianuales, de tal modo que la política monetaria de hoy tenga un horizonte de dos o más años hacia adelante.

El régimen de inflación objetivo tiene la ventaja de enfocar el debate público en lo que el banco central pueda hacer sobre una base sostenible -controlar la inflación- en vez de lo que no puede hacer por medio de la política monetaria: aumentar el crecimiento del producto, reducir el desempleo o aumentar la competitividad externa de la economía. La política monetaria puede influir en la tasa de inflación en el largo plazo, pero no puede influir mucho sobre la tasa de crecimiento de la economía en ese plazo. En términos institucionales, se advierte que la baja inflación acerca a la sociedad a su potencial técnico de crecimiento o a su frontera tecnológica, pues reduce los costos de información y transacción y genera expectativas positivas y estables entre los inversionistas, de tal modo que puede contribuir a que aumente la tasa de crecimiento natural de la economía (Eggertsson, p. 311). De la misma forma, la baja inflación reduce las expectativas de devaluación y contribuye

a que la tasa de cambio sea menos volátil, más estable, induciendo mayor inversión extranjera y menos fuga de capitales locales.

La experiencia internacional de los años 60 y 70 mostró que la política monetaria laxa no necesariamente conducía hacia el crecimiento ni podía manipular el ciclo económico; por el contrario, no hubo crecimiento alguno en los años 70 y sí se recrudeció la inflación. Fue necesario entonces un costo-

so ajuste para eliminar la inflación de las economías y sólo después de efectuado pudo darse un crecimiento económico sostenible y con baja inflación. La política

monetaria en el corto plazo puede aumentar momentáneamente el ritmo de actividad porque aumenta la demanda y los precios de los productores, hace que éstos aumenten sus ganancias hasta que los trabajadores reclaman alzas de salarios compensatorios, las utilidades descienden de nuevo lo mismo que el empleo, y la demanda se debilita por la propia inflación causada.

Lo anterior no impide que la política monetaria pueda ser anticíclica y que se afloje la postura monetaria durante recesiones -en las que decae la demanda de crédito- y se apriete durante las expansiones económicas, cuando la demanda de los pasivos del sistema financiero se intensifica. En este sentido, la política no se desliga de las variables reales que están incidiendo en la coyuntura ni cambia su sentido en lo fundamental, pero facilita que retornen a sus valores de equilibrio,

tanto en relación con el producto como con los precios.

Las condiciones para que se puedan tomar buenas decisiones en el esquema de meta de inflación, según Mishkin y Savastano, son, entre otras, las siguientes:

Suficiente aislamiento de la junta directiva del proceso político y de los políticos, con nombramientos largos y protegidos de despido arbitrario; dándole control completo y exclusivo sobre el manejo de los instrumentos de política monetaria. Que quede claro que si hay conflicto entre las metas de estabilidad y otras, debe escogerse la de la estabilidad.

II. LA ECONOMÍA CERRADA

John B. Taylor ha sido uno de los economistas que ha desarrollado la teoría en que se basa el sistema de inflación objetivo. La regla de Taylor se puede presentar de la siguiente forma:

$$i = p + gy + b(p - p^*) + rf$$

y = PIB real como porcentaje de desviación del PIB potencial

i = tasa de interés de corto plazo

p = tasa de inflación

p^* = meta de inflación

rf = tasa de interés real implícita en la función de reacción del banco central

g , b y rf son positivos.

Cuando la inflación aumenta, la tasa de interés del banco debe aumentar más que la tasa

de inflación. Cuando el producto aumenta por encima del producto potencial, también debe aumentar más la tasa de interés, o sea que ésta es una función incremental de la tasa de inflación o de un pronóstico de la misma. La variable y es una relación entre el PIB observado y el potencial. En la medida en que se acerque a uno, la autoridad monetaria debe aumentar las tasas de interés para evitar el sobrecalentamiento de la economía y el aumento de la inflación.

La inflación observada y el pronóstico de inflación contra la meta de la misma darán tranquilidad a la autoridad en cuanto la diferencia sea negativa, aunque se corre el riesgo de incumplir hacia abajo, incurriendo en costos sobre el empleo que pueda movilizar la economía. La política correcta será la que se insinúa cuando $p = p^*$.

La tasa de interés real implícita sería aquella que restringe el crecimiento y reduce la inflación o es neutra sobre estas variables o es suficientemente baja para contribuir al crecimiento sin generar inflación, según el criterio de la autoridad monetaria.

¿Hasta qué punto debe considerarse el valor de los activos en el esquema meta de inflación? Para Bernanke y Gertler, "los cambios en los precios de los activos deben afectar la política monetaria sólo en la medida en que afectan el pronóstico de inflación del banco central"... "los bancos centrales que siguen el régimen de meta de inflación acomodan automática e intuitivamente los incrementos de productividad que afectan el precio de las acciones, mientras que deben neutralizar los incrementos o decrementos puramen-

te especulativos cuyos efectos básicos se dan a través de la demanda agregada" (p. 253). Uno de los problemas de la intervención del banco central que procura mantener cierto nivel de precios de los activos introduce el riesgo de que los agentes especulen más aventureramente que en su ausencia, porque se les está garantizando que sus pérdidas serán evitadas o minimizadas. En el caso de los Estados Unidos, "los inversionistas creían que la Reserva Federal intervendría en forma decisiva para detener una caída de la bolsa pero no impediría su valorización; creían también que su acción tendría éxito", operando en la forma de un derivado *put* o seguro contra el riesgo de especular (Miller, Weller, Zhang).

El precio de los activos ha sido ciertamente considerado más de la cuenta por la Reserva Federal bajo la guía de Alan Greenspan, que creyó en contrarrestar sistemáticamente el ciclo de los negocios con la manipulación de las tasas de interés. Greenspan relacionó el mercado accionario con el nivel de riqueza y consumo, pues alrededor del 60% de los hogares cuenta con portafolios de inversión, interviniendo a veces con el sentido de evitar una baja estrepitosa de la burbuja especulativa que se estaba creando en las bolsas de valores. Greenspan también se desentendió de los agregados monetarios. El logro de un superávit fiscal al mismo tiempo redujo tanto las expectativas de inflación de largo plazo como las tasas de interés correspondientes que afectan el crédito y el precio de los bonos privados que financian la inversión. La política monetaria permitió una expansión del crédito que alimentó la especulación en el merca-

do accionario y financió generosamente la inversión de los sectores consentidos por la bolsa, sin que tuvieran que dar resultados positivos durante mucho tiempo. Los agentes se encontraron eventualmente frente a pérdidas en sus negocios y a un enorme volumen de deuda contraída que debieron corregir a toda costa.

Una vez que se ha construido un exceso de capacidad, el ajuste de la oferta de capital tiene que darse necesariamente. Requiere que se destruya capital, que se desvalorice y que el precio de la planta excesiva baje sustancialmente. Nuevas reducciones de la tasa de interés propiciarán un aumento de la demanda, pero no es seguro que logren la reactivación de la economía, a menos que se hayan realizado los ajustes en la cantidad de capital, los agentes hayan reducido su endeudamiento y se hayan corregido los desequilibrios propiciados por una política monetaria demasiado laxa que se definió sobre consideraciones de corto plazo (Godley, Zurieta). Las bajas tasas de interés ayudan a recomponer las deudas viejas y a aliviar su servicio.

Pero en el carácter contracíclico que debe tener la política monetaria, hasta Milton Friedman está de acuerdo. Una contracción de los agregados monetarios que no sea contrarrestada activamente por la autoridad monetaria puede conducir a una enorme depresión económica que es precisamente la crítica fundamentada que hacen Milton Friedman y Anna Schwartz a la Reserva Federal durante la crisis entre 1929 y 1932.

III. EL RÉGIMEN DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

En Colombia el régimen de inflación objetivo se ha venido estableciendo gradualmente con metas establecidas desde 1991, que se combinaron con un objetivo intermedio del agregado monetario M1 (efectivo más cuentas corrientes) y un régimen de banda deslizante. En 1995 el M1 comenzó a comportarse erráticamente y las estimaciones económicas evidenciaron que la base monetaria (encaje de los bancos y efectivo) se comportaba de mejor manera para predecir el nivel de precios, de tal modo que en 1996 se estableció la base como meta intermedia. El esquema era empañado por el régimen semifijo de tasa de cambio pues el agregado monetario quedaba sobredeterminado exó-

genamente en momentos en que el banco adquiría o vendía divisas, de tal modo que se perdía la meta de inflación de la perspectiva. Al mismo tiempo se procuraba establecer las condiciones en el mercado interbancario para que el banco pudiera intervenir en él y que sus tasas de referencia se convirtieran en un instrumento más importante de la política monetaria. Se logró profundizar el mercado interbancario acotando su altísima volatilidad inicial por medio de bandas cada vez más estrechas, hasta que se logró que la tasa de in-

terés interbancaria fuera un precio que expresaba las condiciones de oferta y demanda en este mercado mayorista de dinero, en el que el Banco de la República y la Tesorería General de la Nación participan ampliamente con Repos (operaciones de compra y reventa de títulos públicos) o sea préstamos a un día o de corto plazo.

“Los primeros elementos de una estrategia de inflación objetivo fueron introducidos en 1995, cuando varios modelos de pronóstico de la inflación fueron desarrollados y un informe interno sobre inflación comenzó a

ser producido” (Uribe, Vargas, Gómez). El informe sobre inflación comenzó a publicarse en diciembre de 1998, haciendo explícito el compromiso del banco con la meta de inflación, mostrando sus pronósti-

El Banco de la República tuvo una orientación monetarista hasta los años 90 que le otorgó prioridad a los agregados monetarios en el diseño de su política.

cos de inflación de fin de año y del año siguiente, destacando el comportamiento de la inflación básica -aquella que está determinada por la demanda y no por factores de oferta³- y mostrando cómo actuaba el banco en cada coyuntura para definir su política de tasas de interés y de provisión de la liquidez. Estos autores, mas adelante, afirman que “el sistema de pronóstico del Banco de la República consiste, por un lado, en un conjunto de modelos uniecuacionales cuyos pronósticos son combinados en forma lineal⁴

³ Derivada de una canasta que excluye los alimentos o los precios administrados como los de los servicios públicos.

⁴ Contiene un modelo de curva de Phillips que contrasta el nivel de producto contra el producto potencial y los precios, un modelo de P^* que combina un agregado monetario, M1, contra la brecha de producto y precios. Otro modelo con el precio relativo de los alimentos al IPC total, y finalmente, un modelo escandinavo que relaciona salarios reales, tasa real de cambio y precios.

y, de otro lado, un modelo de mecanismo de transmisión que es un pequeño modelo macroeconómico de Colombia⁵ (Uribe, Vargas, Gómez).

El sistema de bandas fue movido hacia arriba como respuesta a la crisis de la deuda rusa en noviembre de 1998, en junio de 1999 fue nuevamente movido hacia arriba y ampliado de 14% a 20% y se abandonó finalmente en septiembre de 1999. De aquí en adelante, el régimen de inflación objetivo quedó instalado adecuadamente, siendo coherente su política de tasas de interés con el esquema cambiario y con el agregado monetario de la base que se sigue observando pero no necesariamente se busca estar dentro de su corredor, ofreciendo explicaciones al público cuando la base se distancia considerablemente de su línea de referencia.

El Banco de la República tuvo una orientación monetarista hasta los años 90 que le otorgó prioridad a los agregados monetarios en el diseño de su política. Los agregados monetarios eran una buena guía para desinflar la economía, mejor que una tasa de interés de corto plazo, donde se desconoce el producto cuando se produce la decisión. Sin embargo, en el contexto de objetivo meta de inflación, la fijación de las tasas de interés de corto plazo se ha convertido en el instrumento de política y los agregados monetarios

han perdido su anterior preponderancia. ¿Significa esto que se deba abandonar el seguimiento de los agregados monetarios? Como se insinuó atrás, no necesariamente: el descuido de los agregados monetarios, el crédito y el valor de los activos conduce a subvaluar los efectos de una política monetaria demasiado expansiva en la inversión, enviando la señal y conduciendo a que se construya un exceso de capacidad productiva que al no utilizarse plenamente reduce la rentabilidad de los negocios. De allí en adelante el sistema no reaccionará a bajas de las tasas de interés hasta que no haya liquidado el exceso de

capacidad con una pérdida proporcional del capital.

Como puede apreciarse en el Gráfico 1, la política monetaria durante

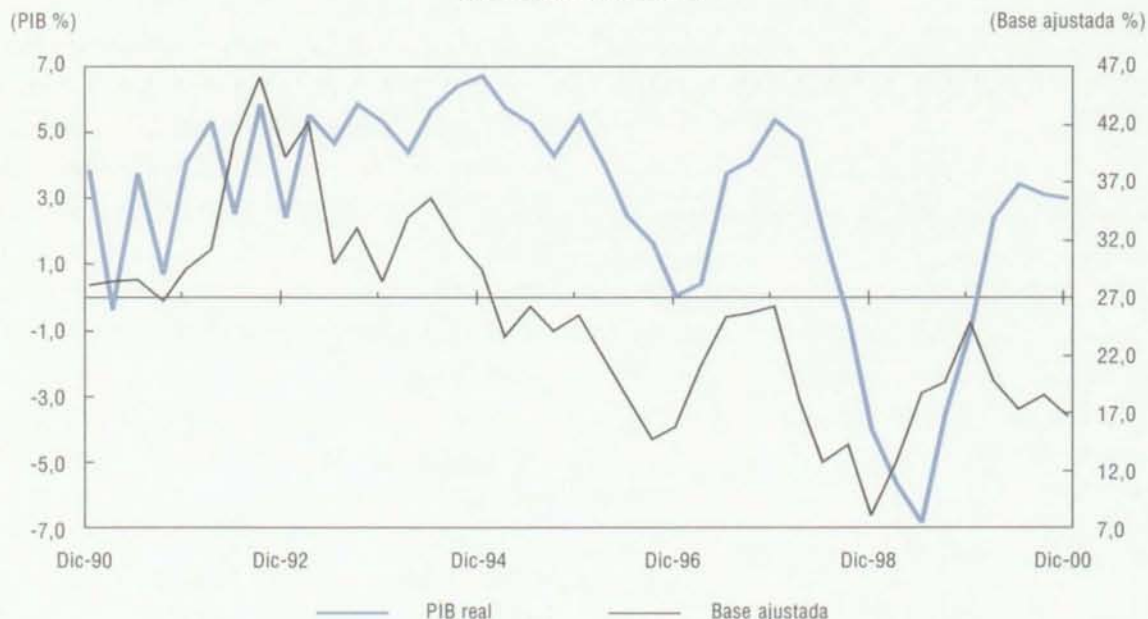
los años 90 en Colombia reaccionó tardíamente a las entradas de capital, o sea, fue procíclica entre 1992 y 1994, pero lo hizo entre 1995 y 1997 cuando fue revertida durante ese año. La crisis internacional se confrontó con restricciones monetarias fuertes, seguidas de políticas más laxas que contribuyeron a reactivar la economía, de tal modo que existen rasgos contracíclicos en la política monetaria ejecutada por el Banco de la República.

Ahora bien, el banco central colombiano ha sido comparado con la Reserva Federal para resaltar su falta de audacia en hacer política

*El Banco de la República sí
hace política monetaria
contracíclica, pero se ve
rodeado de un mayor número
de limitaciones de las que
enfrenta la Reserva Federal.*

⁵ Este modelo consta de un canal de la influencia de la demanda agregada sobre la inflación, otro canal entre la tasa de cambio y la inflación, un canal indirecto de tasa de cambio, en la medida que se afecte por la tasa de interés real, un canal de expectativas que determina a qué nivel de precios contratan los agentes y un canal de transmisión de costos salariales y de importaciones.

Gráfico 1
Base ajustada vs PIB real, 1990-2000
(Variación porcentual anual)



Fuente: Banco de la República y Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

contracíclica monetaria. Lo cierto es que el Banco de la República sí hace política monetaria contracíclica, pero se ve rodeado de un mayor número de limitaciones de las que enfrenta la Reserva Federal. Para poder entender las razones hay que considerar la economía abierta.

IV. LA ECONOMÍA ABIERTA Y EL PODER DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

“En una economía abierta la tasa de cambio real afectará los precios relativos entre bienes locales y extranjeros, lo que, a su vez, afectará las demandas doméstica y externa por los bienes locales y, por lo tanto, contribuye al canal

de transmisión de la política monetaria a la demanda agregada” (Svensson, p. 158). Otros canales de transmisión se dan sobre los bienes importados que tienen cabida en la canasta de consumo y los que siendo insumos de la producción afectan el precio final de ésta que se torna en bienes de consumo. Por último, la tasa de cambio afectará los salarios nominales, puesto que el resultado de inflación dado por el índice de precios al consumidor es un determinante en la negociación colectiva.

También debe tenerse en cuenta que la tasa de cambio es al mismo tiempo el precio de un activo, que fluctúa con la cuenta corriente y con el balance de capital y que, por lo tanto, es “esencialmente una variable que mira hacia el futuro y que está determinada

por las expectativas", por lo cual interesa a la política monetaria. Al mismo tiempo, cambios en la inflación internacional, las tasas de interés de los Estados Unidos y Europa, la inversión extranjera, el financiamiento externo y el riesgo país afectarán todos la tasa de cambio local.

En una economía abierta pequeña cuya moneda no es divisa internacional, el banco central debe tener en cuenta la posibilidad de que los flujos de capital incidan sobre la tasa de cambio que puede afectar la inflación dependiendo de la transmisión de sus efectos.

$$i = rf + p + gy + b(p - p^*) + k(e - e^*)$$

donde r es la tasa de interés real, e y e^* son las tasas de cambio observada y la que puede hacer desviar la inflación de su meta. Esta es una consideración que pondera bajo en las decisiones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos, pero que tiene mayor importancia en economías abiertas como la colombiana.

Según Laurence Ball, la regla Taylor cambia en una economía abierta de dos maneras: "Primero, la variable de política es una combinación de r (tasa de interés real) y e (tasa de cambio real). Y segundo, la inflación se representa como $p + e - I$, una combinación de la inflación y la tasa de cambio rezagada" (Taylor, p. 131). Esto genera un índice de condiciones monetarias como instrumento de política, que se usa en Canadá, Nueva Zelanda y Suecia, pues mide la postura de la política monetaria, incluyendo los estímulos de tasa de

interés y de tasa de cambio reales al mismo tiempo. El problema es que con libre flotación, la tasa de interés sería la variable de ajuste pues la tasa de cambio la fija el mercado, mientras que el índice de condiciones monetarias sugiere que se deben administrar e intervenir ambas tasas. Esto significa que las perturbaciones en los mercados internacionales y en los flujos de capital harán desviar los resultados de la inflación de la regla de Taylor para una economía abierta (Svensson, 159).

El sistema de meta de inflación puede combinarse con un régimen de tasa de cambio semifijo o con flotación. No es posible combinarlo con tasa de cambio fija porque ésta sobredetermina la cantidad de dinero generada en la economía y ella, a su vez, mueve la tasa de interés, lo que deja por fuera la posibilidad de ejercer discreción alguna. En el caso de tasa de cambio semifija existe discreción en tanto la tasa se encuentre dentro de los límites de la banda establecida, pero se pierde cuando corresponde intervenir adquiriendo o vendiendo reservas. Por último, el esquema de flotación le otorga mayor discreción a la autoridad monetaria, ya que aísla relativamente la oferta monetaria del balance externo⁶, el crecimiento de la liquidez se puede dirigir de acuerdo con la meta de inflación y algunos supuestos sobre el crecimiento del producto, a la vez que la tasa de interés se convierte en una meta operativa.

En términos de los flujos de capital, el sistema de bandas y los de tipos de cambio semifijos, tienen el inconveniente de que parecen ofrecer garantías para los que de-

seen endeudarse externamente, en el sentido que la tasa de cambio está garantizada de alguna manera por la acción del banco central, lo que contribuye a disparar la inversión por encima de consideraciones sobre su rendimiento futuro o calculando que va a proveer holgadamente por el servicio de la deuda. Cuando se esfuma la garantía, los agentes obtienen pérdidas imprevistas. Por el contrario, el régimen de tasa flotante le recuerda a los agentes todo el tiempo que se están exponiendo a cambios de precios que los pueden perjudicar o beneficiar, de tal modo que se ejerce mayor precaución (Fischer, p. 8).

El Banco de la República tiene un régimen de flotación en el que no hay tanto “miedo a flotar” (Calvo, 2000) sino miedo a la volatilidad de la tasa de cambio para lo cual dispone de una regla que lo hace intervenir cuando la volatilidad de la tasa de cambio durante un día es mayor que el 4% de un promedio móvil hacia la revaluación. También ha intervenido en el mercado de divisas en una dirección de aumentar la protección de la economía mediante un mayor nivel de reservas internacionales y, por último, ha provisto la liquidez requerida por la economía adquiriendo divisas cuando su precio esté a la baja.

La tasa de cambio valora la parte de la riqueza nacional denominada en monedas dife-

rentes a la nacional. Para Fischer, “los cambios en la tasa de cambio nominal algún efecto tendrán sobre la inflación. Modificaciones en la tasa de cambio real tendrán importantes efectos en la riqueza de los ciudadanos locales y en la asignación de recursos, los que tienen no sólo efectos económicos sino también políticos, especialmente en el caso de apreciaciones en países donde los exportadores son importantes” (Fischer, p.

13). Influirá pesadamente además sobre el monto del servicio del endeudamiento externo, tanto del sector privado como del público.

¿Cómo debe actuar la autoridad monetaria frente a variaciones en la tasa de cambio? En la me-

didada en que se da una mayor tasa de cambio que no se esté causando por los fundamentos macroeconómicos y aumenta la posibilidad de incumplir la meta de inflación, la tasa de interés debe aumentarse para contrarrestar la devaluación cambiaria a través de la cuenta de capital. Una tasa de cambio que se revalúa y contribuye a sobrecumplir la meta de inflación también debe ser compensada por una baja de la tasa de interés. La flotación será exitosa en tanto se mantengan los equilibrios fiscales y de cuenta corriente en línea, y entonces la tasa de cambio variará por efectos de corto plazo que no deben preocupar a la autoridad en tanto no causen volatilidades extremas. Éstas, a su vez,

En una economía abierta pequeña cuya moneda no es divisa internacional, el banco central debe tener en cuenta la posibilidad de que los flujos de capital incidan sobre la tasa de cambio que puede afectar la inflación dependiendo de la transmisión de sus efectos.

⁶ En tanto una devaluación generada por expectativas poco racionales puede también incidir en incumplir la meta de inflación y presiona a la autoridad monetaria a subir sus tasas de interés.

deben ser enfrentadas con operaciones de una sola vez de venta limitada de reservas internacionales.

La tasa de interés de largo plazo de la economía colombiana ha sido determinada por las expectativas sobre la tasa de cambio porque los agentes que pretenden adquirir bienes de capital lo hacen financiados por los proveedores y por bancos internacionales. Existe un mercado de bonos privados de uno a dos años que desde 1998 en adelante ha estado acompañado por el notable desarrollo del mercado de deuda del gobierno en manos del público a todos los plazos, que permite establecer una curva de rendimientos completa desde la tasa a un día, a la de 90 días, 180 y de un año a ocho años y que sirve de guía para un mercado más amplio de papeles de largo plazo, que deberá permitir un mayor financiamiento interno de la inversión privada.

La Reserva Federal reacciona al ciclo de la economía norteamericana que es relativamente cerrada en términos comerciales y, en algunas ocasiones, frente a turbulencias internacionales extremas. Mientras la autoridad monetaria norteamericana se despreocupa de su nivel de tasa de cambio, la autoridad colombiana debe ponderar alto este factor por contar con una divisa de muy limitada aceptación internacional. Obviamente el riesgo país de los Estados Unidos se acerca a cero mientras el colombiano es mucho más que eso.

El déficit en cuenta corriente de la economía norteamericana puede ser alto y aun así la política monetaria blanda no necesariamente induce la devaluación del dólar. Ser el centro financiero del mundo y tener mercados de acciones y bonos profundos le permite atraer capitales en casi todas las circunstancias. Una Reserva Federal activista ha despertado expectativas positivas en los mercados en torno al crecimiento de los Estados Unidos comparado con el de Europa y Japón, que parecen ser más fuertes que el incentivo producido por la mayor abundancia del dólar que es hacia su depreciación. El fortaleci-

La flotación será exitosa en tanto se mantengan los equilibrios fiscales y de cuenta corriente en línea, y entonces la tasa de cambio variará por efectos de corto plazo que no deben preocupar a la autoridad en tanto no causen volatilidades extremas.

miento del dólar, a su vez, genera un efecto recesivo adicional sobre la economía que reduce su crecimiento, por lo cual se puede deducir que no existen panaceas en materia de política monetaria. Esto destaca las diferencias en las restricciones o falta de ellas

que enfrenta la Reserva Federal, contra las que debe soportar la autoridad colombiana, que debe cuidar su déficit externo por la dificultad de financiarlo internacionalmente.

Por otra parte, los ciclos norteamericano y colombiano no están estrictamente correlacionados: sus estructuras económicas son disímiles y reaccionan distinto a cierto nivel de la tasa de interés real. Tasas de interés muy altas en los Estados Unidos pueden ser consideradas como favorables en Colombia, reflejando las condiciones locales, la llanura de sus mercados, el riesgo país y el riesgo crediticio. No hay tampoco un arbitramento

de los factores de producción entre ambas economías, en particular de mano de obra. Esto sería un inconveniente fundamental para la dolarización de la economía que, al sacrificar la moneda nacional y el banco central, no tendría la opción de hacer política contracíclica, en particular para afectar el empleo de corto plazo.

Otro elemento importante que diferencia a las dos instituciones es la reputación y, por lo tanto, la credibilidad que obtienen en los mercados. De esta manera, la Reserva Federal transmite inmediatamente sus movimientos de tasas en forma completa a la tasa activa preferente (*prime rate*)

y a las tasas pasivas de corto y mediano plazo. Sin embargo, encuentra dificultades para influir la tasa de interés para tarjetas de crédito, cuyo rango está determinado por altos costos adminis-

trativos. La autoridad monetaria colombiana tuvo dificultades para cumplir sus metas de inflación hasta 1997, pero ha ganado credibilidad por haber sido dura frente a los ataques cambiarios y haber salido de ellos con un nivel de reservas relativamente adecuado, al tiempo que obtenía un equilibrio en el balance de la cuenta corriente y defendía la estabilidad de precios. El sobrecumplimiento de las metas de inflación desde 1999 al presente le ha ganado también una mayor credibilidad. La crisis de 1998 y la defensa de la tasa de cambio frente a la fuga de capital y la amenaza de una hiperdevaluación hicieron más volátiles las tasas de interés del propio banco y su transmisión al

resto del sistema. Esta experiencia muestra que la tasa de interés interna se contagia de su nivel internacional en ciertas coyunturas y que en momentos en que se suspende el financiamiento externo de los países es natural que la restricción aguda de los fondos prestables disponibles externamente haga que el precio del dinero refleje esta fuerte restricción de su oferta.

El Gráfico 2 muestra la relación entre la tasa de interés interbancaria y otras tasas de interés de la economía.

La tasa interbancaria está muy influida por las tasas de referencia del Banco de la República porque sus Repos alcanzan a ser el 70% del mercado interbancario, mientras que existe una buena relación entre éstas y la tasa de depósitos de 90 días, la lla-

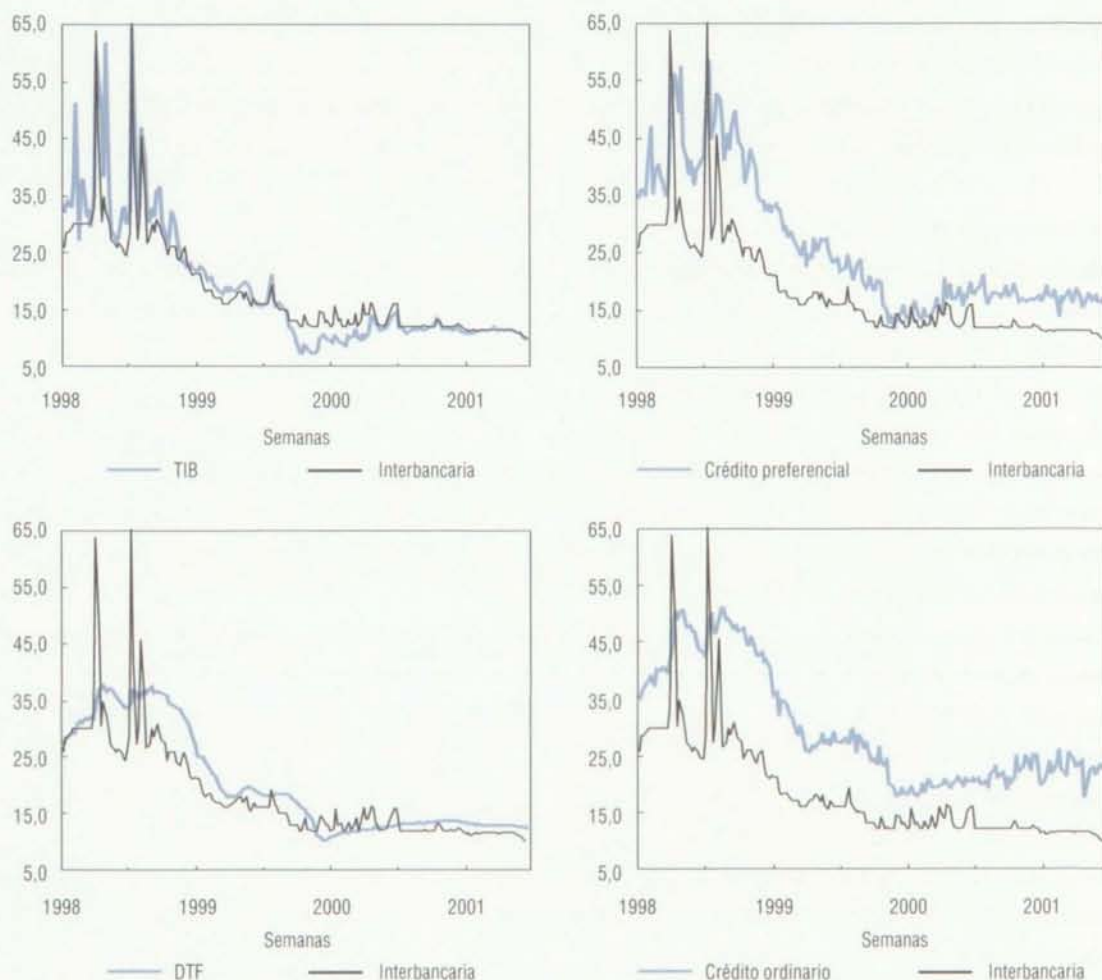
mada DTF, lo mismo con la tasa activa de crédito preferencial, que es el equivalente de la *prime rate* norteamericana o la remuneración cobrada a las grandes empresas. La tasa de crédito ordinaria es la disponible para empresas pequeñas y medianas. Un estudio de Juan Manuel Julio ha demostrado que existe "una relación muy estrecha y prácticamente uno a uno entre la tasa de intervención con la TIB (tasa de interés interbancaria). Las restantes tasas de interés muestran un comportamiento paralelo al de la de intervención. Sin embargo, vale la pena anotar que la tasa de interés de créditos ordinarios presenta un cambio de variabilidad notorio a partir de noviembre de 2000. Este incremento en la

*Los ciclos norteamericano
y colombiano no están
estrictamente correlacionados:
sus estructuras económicas
son disímiles y reaccionan
distinto a cierto nivel
de la tasa de interés real.*

Gráfico 2

Relación entre las tasas de interés de la economía y la interbancaria

(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

variabilidad en la tasa de los créditos ordinarios⁷ parecería estar acompañado de un incremento en su nivel, lo cual podría indicar que esta última tasa es la que está menos

conectada con las demás en el corto plazo” (Gráfico 2). También demuestra este estudio que la influencia de las tasas de referencia del Banco de la República aumentó sobre el

⁷ El sistema financiero viene de una crisis en la que muchos deudores dejaron de cumplir sus obligaciones de tal modo que todavía el riesgo crediticio puede pesar más en la tasa de interés con que se otorga el crédito ordinario y el de consumo que el propio costo de los recursos, ya sean interbancarios, de cuentas de ahorro, corrientes o captados en los mercados de 90 días.

resto de tasas después de la flotación de la tasa de cambio que indujo una menor volatilidad de las tasas de interés.

Es claro que el régimen de meta de inflación funcionará mejor si la credibilidad y la reputación del banco central son buenas porque podrá así influir sobre las expectativas de los agentes y convencerlos de denominar sus contratos laborales, fijando de este modo sus precios alrededor de la meta de inflación propuesta por la política monetaria.

Queda un interrogante planteado en un artículo de Francisco de A. Nadal-de Simone en el que se pregunta si el éxito de la política monetaria basada en inflación objetivo se debe a sus méritos, o simplemente coincidió con una fase de baja inflación internacional que facilitó reducirla dentro de los países, sin importar la calidad de sus políticas monetarias. Para el caso colombiano, la inflación externa

muestra una fuerte relación con la inflación colombiana desde diciembre de 1987 hasta mediados de 1994. Por el contrario, a partir de junio de 1994 las series muestran una menor relación (Gráfico 3). Esto se confirma con el cálculo del coeficiente de correlación; mientras en el período 1987:12-1994:5 dicho coeficiente es de 0,69, de 1994:6-2001:9 es de 0,36, lo cual sugiere que la inflación se redujo por causas no fortuitas.

Es obvio que la economía norteamericana influye considerablemente sobre el ciclo de los negocios colombiano y que una política

monetaria laxa de ellos aumenta el diferencial de rentabilidad a favor de los papeles domésticos y, por lo tanto, tiende a revaluar al peso colombiano. Esta circunstancia es morigerada por la percepción de riesgo país de los agentes nacionales e internacionales. Si la percepción del país también mejora y la tasa de cambio se revalúa, habrá margen para que el Banco de la República reduzca sus tasas de interés.

La inversión se afecta inversamente por la tasa de interés con la cual se puede financiar parte de la misma, pero para que esto suceda el canal de crédito debe estar abierto. En caso de estar obstaculizado por los legados de una crisis pasada, bajas de las tasas de interés no se transmi-

ten a un aumento de la demanda de crédito, o si lo hacen, los intermediarios financieros mantienen una actitud cautelosa derivada del alto riesgo crediticio y desvían sus recursos

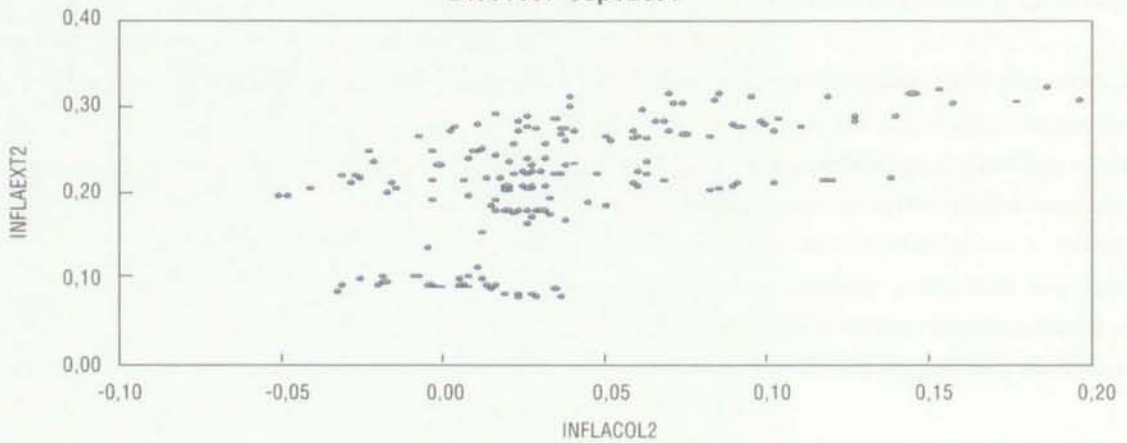
hacia el financiamiento del déficit fiscal.

Pero la inversión es más influida por las perspectivas de rentabilidad de largo plazo de la economía que se afectan por las perspectivas de inflación, conjuntamente con las de la devaluación del peso. Apenas en años recientes se ha formado un mercado de deuda pública sin que se haya desarrollado un profundo mercado de bonos empresariales, aunque están dados sus fundamentos institucionales. Como la inversión se financia con crédito de proveedores externos, entonces la devaluación y sus perspectivas

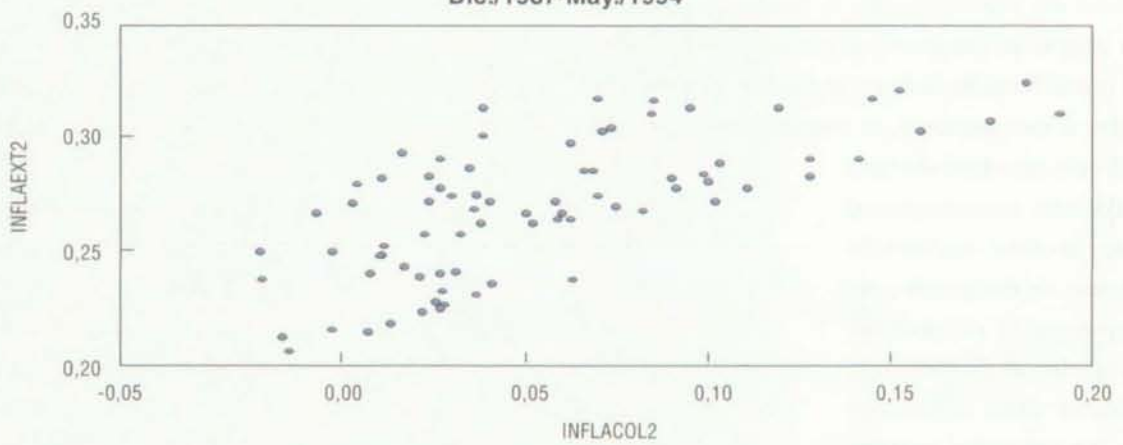
*El régimen de meta de inflación
funcionará mejor si la
credibilidad y la reputación
del banco central son buenas
porque podrá así influir sobre
las expectativas de los agentes.*

Gráfico 3

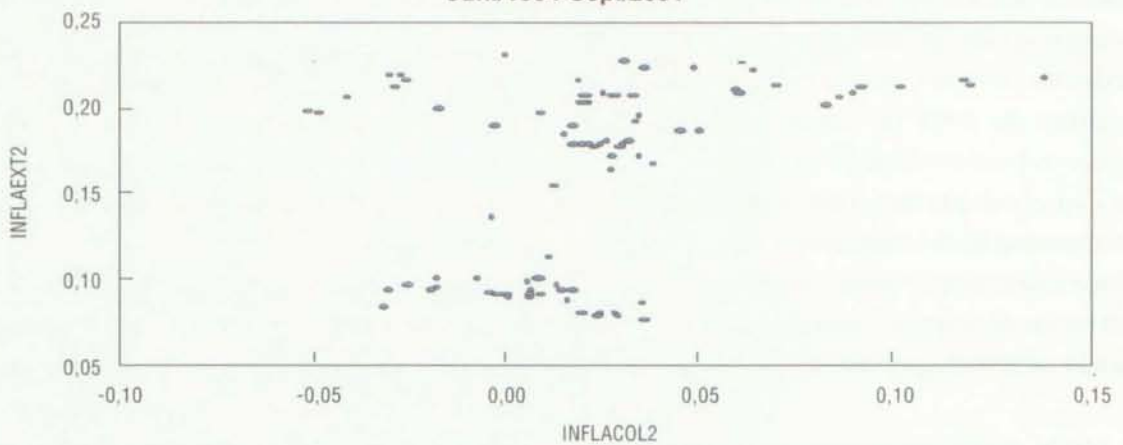
Dic./1987-Sep./2001



Dic./1987-May./1994



Jun./1994-Sep./2001



Fuente: Cálculos del autor.

juegan un papel fundamental en las decisiones de los inversionistas locales. Básicamente, la tasa de interés de largo plazo en Colombia será una combinación de las expectativas de devaluación, las tasas de interés de largo plazo internacionales y, en menor medida, de las tasas del mercado doméstico de deuda también de largo plazo.

Con relación a la inversión, también juegan un rol las condiciones de seguridad del país. Si hay demasiada inseguridad para los derechos de propiedad de los empresarios y de todos los agentes, la inversión será negativa sin importar qué tan baja o negativa puede llegar a ser la tasa de interés real.

Mientras la economía norteamericana muestra un superávit fiscal durante los años 90, la colombiana obtiene un protuberante déficit y un crecimiento acelerado de la deuda pública que induce preocupación entre sus compradores sobre su futura sostenibilidad, generando dudas también acerca de la devaluación futura del peso colombiano. Contar con equilibrio fiscal le presta mucha tranquilidad a la Reserva Federal para concentrarse en el problema del ciclo y de la política para contrarrestarlo, mientras que crea mucho ruido para la autoridad monetaria colombiana en el frente externo de su financiamiento, por los efectos perturbadores que puede tener sobre la tasa de cambio, la inflación y la propia estabilidad macroeconómica del país.

Se reafirma acá que la política monetaria no puede cambiar las variables reales de la eco-

nomía pues la tasa de interés de largo plazo no puede ser influida por ella, sino en la medida en que su efecto de garantizar una baja inflación, combinado con una política fiscal sostenible o superavitaria, sí afectan la devaluación esperada y la tasa de interés y, por lo tanto, influyen sobre la inversión y, con ella, sobre el crecimiento económico.

El sistema de meta de inflación y la fijación de tasas de interés como política operativa en una economía abierta debe considerar entonces las siguientes variables: 1) Los pronósticos de inflación y su cercanía a la meta.

- 2) La fortaleza de la demanda efectiva; 3) La ocupación de la capacidad instalada, el PIB potencial de la economía y el umbral inflacionario de la ocupación; 4) El mecanismo de transmisión de la tasa de interés al nivel de precios; 5) La tasa de cambio y

el mecanismo de su transmisión al nivel de precios; 6) La relación entre la tasa de interés y la tasa de cambio, vía rentabilidad externa versus rentabilidad interna; y 7) Perspectivas fiscales y de endeudamiento externo que afectan el riesgo y calificación del país frente al resto del mundo y, por lo tanto, también a la tasa de interés doméstica.

V. CONCLUSIONES

Es aparente que el régimen de meta de inflación en Colombia ha contribuido a profundizar y desarrollar los mercados monetarios

La tasa de interés de largo plazo en Colombia será una combinación de las expectativas de devaluación, las tasas de interés de largo plazo internacionales y, en menor medida, de las tasas del mercado doméstico de deuda también de largo plazo.

de corto y largo plazo y ello ha permitido mejorar los mecanismos de transmisión entre la política de tasas de interés de referencia del Banco de la República a las tasas de captación y algunas de colocación. Sin embargo, la vulnerabilidad externa del país, relacionada con su balance fiscal y el financiamiento externo de sus faltantes, hace difícil en ciertas coyunturas resguardar el mercado monetario interno de los movimientos internacionales de capital y a que, en esos momentos, las tasas de interés se eleven y se volatilicen.

Por lo general, las tasas de interés de corto plazo sobre las que influye el banco central no pueden determinar las condiciones de inversión, pero el balance fiscal del gobierno y sus perspectivas sí tienen un impacto mucho más directo sobre las tasas de interés de largo plazo, pues los agentes esperan que los desajustes fiscales tenderán a detonar mayores inflación y tasas reales de interés, dada la mayor demanda del sector público sobre el mercado de deuda. Así mismo, desequilibrios fiscales crecientes ponen

a dudar a los agentes sobre la capacidad del gobierno de conseguir el financiamiento externo requerido y augura devaluaciones mayores que nuevamente impactan la tasa de interés en pesos con que se financia externamente la inversión privada. Esto también es cierto, pero en menor medida, si el país se dolariza, porque aun así el gobierno

tiene una deuda en dólares que se califica de acuerdo con su cumplimiento. Aunque se elimina el riesgo moneda no queda descartado el riesgo país o de incumplimiento.

Si bien el régimen de meta de inflación permite desarrollar una política contracíclica de tasas de interés, ésta no puede ir en contra de la fuerza de las variables reales de la economía. Cuando la inversión es mayor que el ahorro de la sociedad, la tasa de interés tenderá a ser mayor y es difícil que el banco central pueda ir contra el viento. Pero sí puede ir en la misma dirección con diferente fuerza, contribuyendo a frenar la actividad antes de que ésta llegue al punto de recalentamiento de la economía. Por el contrario, un exceso de ahorro debe generar tasas de interés más bajas y el banco central puede incidir

El régimen de meta de inflación en Colombia ha contribuido a profundizar y desarrollar los mercados monetarios de corto y largo plazo y ello ha permitido mejorar los mecanismos de transmisión entre la política de tasas de interés de referencia del Banco de la República a las tasas de captación y algunas de colocación.

para reforzar este movimiento, contribuyendo a su estabilidad en un punto suficientemente bajo que alivia las deudas y abaratar el nuevo crédito que eventualmente contribuirá a la activación económica.

Las condiciones de inflación persistente en Colombia durante los úl-

timos 30 años atrofiaron o impidieron el desarrollo de los mercados de capital. Es de anotar entonces que el desarrollo del mercado de deuda pública y el interbancario, ambos fenómenos muy recientes, permiten completar para la economía una curva de rendimientos de los papeles de menor riesgo en el mercado interno y que, por lo tanto, apor-

tan una guía o *benchmark* para fijarles precios a las deudas privadas a todos los plazos. Un mercado monetario que tenga precios en todos sus segmentos es una condición esencial para la existencia del financiamiento interno a proyectos de larga maduración y para la existencia de una tasa de interés de largo plazo. Ello también exige que la inflación sea baja y estable en forma permanente.

Por último, existen muchos impedimentos, sobre todo de naturaleza externa, que dificultan la política monetaria contracíclica, pero ésta es posible en la medida en que los balances fiscales tiendan hacia el equilibrio y el ritmo de endeudamiento de la economía se estabilice. Eso por sí sólo justifica la existencia de un banco central en Colombia.

REFERENCIAS

- Ball, Laurence (1999). "Policy Rules for Open Economies" en John B. Taylor (ed.) *Monetary Policy Rules*, The University of Chicago Press.
- Bernanke, Ben; et al. (1999). *Inflation Targeting*, Princeton University Press.
- _____; Mark Gertler (2001). "Should Central Banks Respond to Movement in Asset Prices?", *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, May.
- Calvo, Guillermo (2000). "Capital Markets and the Exchange Rate, With Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America", University of Maryland.
- Calvo, Guillermo A. (2000). "Fear of Floating", National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Eggertsson, Thráinn (1995). *El comportamiento económico y las instituciones*, Alianza Editorial, Madrid.
- Fischer, Stanley (2001). "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, primavera.
- Friedman, Milton (1960). *A Program for Monetary Stability*, Tenth Printing 1992 with Preface, Fordham University Press, Nueva York.
- _____; Schwartz, Anna (1971). *A Monetary History of the United States*, Princeton.
- Godley Wynne; Zurieta, Alex (2001). "As the Implosion Begins ...? Prospects and Policies for the U. S. Economy: A Strategic View", Jerome Levy Institute, junio.
- Julio, Juan Manuel (2001). "Relación entre la tasa de intervención del Banco de la República y las tasas del mercado: una exploración empírica", *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 188, Bogotá.
- Miller, Marcus, Weller, Paul; Zhang, Lei (2001). "Moral Hazard and the US Stock Market: Analyzing the 'Greenspan Put'", Warwick University.
- Nadal-de Simone, Francisco de A. (2001). "Inflation Targeters in Practice: A Lucky Lot?", *Contemporary Economic Policy*, Vol. 19, No. 3, julio.
- Svensson, Lars (2000). "Open Economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics*, No. 50.
- Uribe, José Darío; Vargas, Hernando; Gómez, Javier (2001). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", Banco de la República, 17 de septiembre.
- Taylor, John B. (1996). "How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long Price Stability? - Conceptual Issues" Federal Reserve Bank of Kansas City.